

五粮液 (000858)

五粮液酒动销困难，2H13净利可能出现下滑

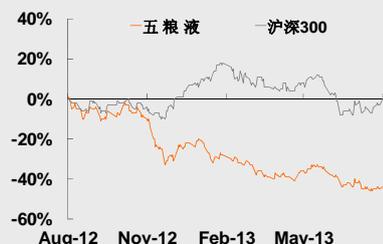
推荐 (维持)

现价: 19.65 元

主要数据

行业	平安食品饮料
公司网址	wuliangye.com.cn
大股东/持股	宜宾市国资营/36.00%
实际控制人/持股	宜宾市政府国有资产监督管理委员会 /56.07%
总股本(百万股)	3,796
流通 A 股(百万股)	3,796
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	751.98
流通 A 股市值(亿元)	751.90
每股净资产(元)	9.16
资产负债率(%)	24.1

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001

0755-2262471

tangweiliang978@pasc.com.cn

文 献

CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123

0755-22627143

wenxian@pasc.com.cn

投资要点

事项: 1H13 五粮液营收、净利分别增 3.1%、14.8%，其中 2Q13 营收、净利分别增 0.4%、8.4%。

平安观点:

- **1H13 五粮液营收仅增 3.1%，低于白酒行业 2013 年 1-5 月 9.5% 的增速，也低于年报中提出的 15% 的增长目标，环比 2012 年大幅降低。**由于包括五粮液在内的上市公司在前几年的产品升级和区域扩张中领先，本轮行业调整以高端白酒降价和渠道去库存为特征，因此对上市公司冲击更明显。
- **2Q13 营收增 0.4%、同比基本持平，我们估计五粮液酒销量出现下滑、中低档酒有一定的增长：**(1) 中低档酒受整风运动的影响相对较小，估计公司的中低档酒收入总体仍有增长，其中五粮春、五粮醇收入增 15% 左右。(2) 估计五粮液酒 2Q13 销量出现明显下滑，2Q13 渠道面临的库存压力较大，价格持续倒挂导致经销商打款积极性降低。2012 年五粮液酒实现销售 1.75 万吨、同比增长 19%，超了多数投资者的预期，估计渠道中积压了很多库存。1Q13 五粮液酒的价格策略发生变化，正常发货不控量，允许价格持续下探。由于价格倒挂，导致经销商信心不足，虽然 2 季度尚未看到大规模的经销商退出，但在新价格下许多中小经销商 2Q13 选择不打款，2Q13 预收款环比 1Q13 下降 12.9%，同比下降 54.7%。
- **2Q13 净利增 8.4%，高于收入增速，主要由于毛利率同比上升 5.8 个百分点，原因：**(1) 2012 年 5 月提价导致 2Q12 经销商提前囤货、中低档收入占比大幅提升、总体毛利率处于低位。(2) 由于提价因素 2Q13 中低档酒的毛利率同比明显提升。(3) 部分五粮液酒 2Q13 开始用 729 元的新价格结算。但 2Q13 毛利率环比 1Q13 大幅降低至 65.8%，我们判断与五粮液酒收入占比环比 1Q13 大幅下降有关。
- **预计 2H13 收入仍可保持不下滑，理由：**(1) 2H13 五粮液酒用 729 元的价格结算，同比提价 10.6%。(2) 2H13 中低档酒密集推新品，同时对外并购启动，结合营销改革，腰部产品发力，预计中低档酒仍可保持增长，但持续性需要观察。(3) 2013 年是营销改革第二年，2012 年“1218”经销商会上提出收入增长 30% 的目标，因此公司有很强的动力保收入增长以体现公司营销改革的效果。

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	20,351	27,201	27,884	30,101	32,502
YoY(%)	30.9	33.7	2.5	7.9	8.0
净利润(百万元)	6,157	9,935	9,768	10,536	11,452
YoY(%)	40.1	61.3	-1.7	7.9	8.7
毛利率(%)	66.1	70.5	69.6	68.2	68.0
净利率(%)	30.3	36.5	35.0	35.0	35.2
ROE(%)	26.6	31.9	25.8	22.6	20.6
EPS(摊薄/元)	1.62	2.62	2.57	2.78	3.02
P/E(倍)	12.1	7.5	7.6	7.1	6.5
P/B(倍)	3.2	2.4	2.0	1.6	1.3

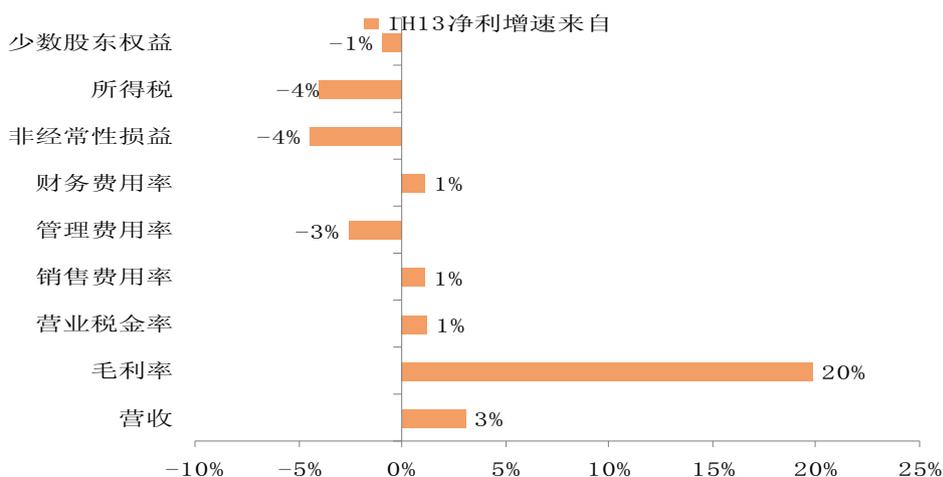
- **预计 2H13 五粮液酒销量将明显下滑，而毛利率下降、费用率提高将导致净利出现负增长：**（1）五粮液酒动销仍然困难，价格倒挂可能导致部分经销商 2H13 退出，同时招商难度加大。根据我们草根调研的情况，经过 6 月份短暂的反弹之后，现阶段五粮液一批价回落至 600-620 元，即使加上费用支持仍然亏损，因此部分经销商 2H13 将退出。1H13 专卖店数量扩张、新增经销商弥补了部分五粮液酒销量的下滑，我们统计了现阶段五粮液专卖店数量，相比 4Q12 增加了 260 多家到 1300 多家，但预计 2H13 招商难度将加大。（2）5 月底公司也对量价策略做了调整，开始控量保价，力争最终恢复一批价至 729 元，预计 2H13 公司将继续控量。（3）预收款 2H13 继续下调的空间减少。（4）3Q12、4Q12 毛利率高达 79.9%、74.6%，考虑到五粮液酒收入占比的下降，预计 2H13 毛利率将同比大幅下降。（5）由于 2Q13 给经销商的部分费用支持尚未支付，预计 2H13 销售费用率将环比上升。
- 我们下调 2013 年每股收益预测 6%，预计公司 2013-2015 年实现每股收益 2.57、2.78、3.02 元，同比增-1.7%、7.9%、8.7%，对应 PE 分别为 7.6、7.1、6.5 倍。考虑到估值较低，我们维持五粮液“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**一批价继续下行，2H13 净利出现负增长。

图表 1 2013 年中报快读：2Q13 营收、净利分别增 0.4%、8.4%

	2Q12	2Q13	同比变化	1H12	1H13	同比变化	
营业收入	6,819	6,844	0.4%	15,050	15,520	3.1%	
营业成本	2,733	2,344	-14.2%	5,252	4,377	-16.7%	
毛利率	59.9%	65.8%	5.8%	65.1%	71.8%	6.7%	2Q13 毛利率环比 1Q13 大幅降低，我们估计与五粮液酒收入下滑、占比下降有关。2Q13 同比上升 5.8 个百分点，主要由于去年同期因提价导致中低档收入占比大幅提升、毛利率处于低位。
毛利	4,086	4,500	10.1%	9,797	11,143	13.7%	
营业税金及附加	476	510	7.1%	1,126	1,098	-2.5%	1H13 营业税金附加占销售收入比重下降，显示产品结构降级。
销售费用	732	691	-5.6%	1,215	1,195	-1.7%	
管理费用	390	508	30.0%	923	1,086	17.7%	
财务费用	-258	-233	9.6%	-400	-472	-17.9%	由于 2Q13 给经销商的部分费用支持尚未支付，预计 2H13 销售费用率将明显上升。
资产减值损失	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
公允价值变动收益	-1	1	183.3%	-2		100.0%	
投资收益	-1	-2	-152.8%	-1	-2	-150.3%	
营业利润	2,743	3,016	10.0%	6,931	8,227	18.7%	
营业利润率	40.2%	44.1%	3.8%	46.1%	53.0%	7.0%	
营业外收入	14	10	-28.6%	27	26	-3.2%	
营业外支出	2	29	1200.4%	5	235	5090.9%	由于违法反垄断法，1Q13 支出罚款 2.02 亿。
利润总额	2,755	2,998	8.8%	6,954	8,019	15.3%	
所得税	680	744	9.3%	1,712	1,979	15.6%	
所得税率	24.8%	24.6%	-0.2%	24.7%	24.0%	-0.7%	
少数股东损益	78	90	14.1%	195	249	27.6%	
归属于母公司净利润	1,996	2,164	8.4%	5,046	5,791	14.8%	
净利率	30.4%	32.9%	2.5%	34.8%	38.9%	4.1%	净利率提升主要来自于毛利率提升。
EPS	0.53	0.57	8.4%	1.33	1.53	14.8%	

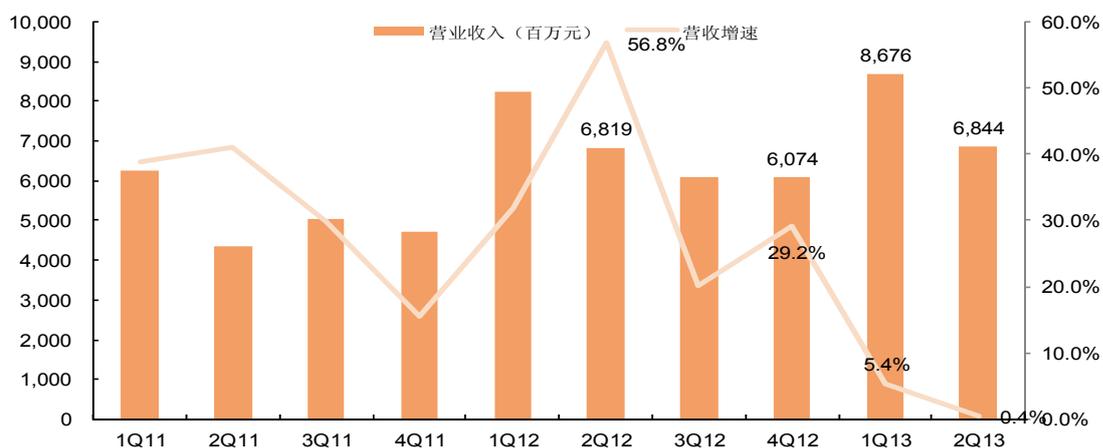
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表 2 1H13年五粮液净利的增长主要来自于毛利率提高、营收增长



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 3 2Q13五粮液营收仅增0.4%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 4 2Q13预收款环比1Q12下降12.9%，同比下降54.7%，显示公司高价位产品终端动销面临较大的压力



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 5 平安重点公司盈利预测及最近一月调整情况

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级	业绩预 测最新 调整 2013 年
	08 月 14 日	12A	13E	14E	12A	13E	14E		
泸州老窖	21.83	3.13	3.42	3.76	7.0	6.4	5.8	推荐	
青青稞酒	23.19	0.67	0.84	1.07	34.6	27.8	21.6	推荐	
五粮液	19.65	2.62	2.57	2.78	7.5	7.6	7.1	推荐	↓(6%) 8月15日
贵州茅台	178.69	12.82	13.92	14.04	13.9	12.8	12.7	推荐	
沱牌舍得	17.76	1.10	0.69	0.85	16.2	25.9	21.0	中性	
山西汾酒	23.47	1.53	1.79	2.25	15.3	13.1	10.4	推荐	
洋河股份	52.00	5.70	6.05	6.93	9.1	8.6	7.5	推荐	
古井贡酒	22.65	1.44	1.55	1.81	15.7	14.6	12.5	推荐	
酒鬼酒	18.38	1.52	0.74	0.87	12.1	25.0	21.1	中性	
张裕 A	33.14	2.48	2.46	2.67	13.4	13.5	12.4	中性	
安琪酵母	16.16	0.74	0.64	0.85	21.9	25.1	19.0	推荐	↓(13%) 7月18日
双汇发展	37.94	1.31	1.74	2.06	28.9	21.8	18.4	强烈推荐	↓(5%)8 月7日
大北农	12.76	0.42	0.49	0.70	30.3	26.0	18.2	推荐	
伊利股份	35.10	0.84	1.13	1.51	41.8	31.1	23.2	强烈推荐	
青岛啤酒	43.07	1.30	1.39	1.54	33.1	31.0	28.0	推荐	↑(17.3%) 7月28日
南方食品	12.52	0.08	0.33	0.58	165.8	37.9	21.5	强烈推荐	
古越龙山	11.46	0.30	0.25	0.31	38.1	45.8	36.4	推荐	
均值					29.7	22.0	17.5		

资料来源：平安证券研究所、Wind

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257